

学校编码: 10384  
学号: 32120091150601

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

负债、所有权性质与企业投资行为  
——非上市和上市公司的实证研究

**Leverage, Ownership Type and Corporate Investment:  
An Empirical Study of Nonpublic and Public Companies**

裴莎

指导教师姓名：刘振涛副教授

专 业 名 称：财务学

论文提交日期：2012 年 4 月

论文答辩时间：2012 年 6 月

学位授予日期：

答辩委员会主席：\_\_

评 阅 人：\_\_

2012 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 摘要

负债与企业投资行为的关系是公司财务领域的研究焦点。研究发现负债既可能加剧企业的投资扭曲，也可能抑制投资扭曲，起到治理的作用。国内学者虽然做过相关方面的研究，但样本的时效性有限，且研究较为粗糙，缺少对不同类型的企业的细分。另一个重要不足就是缺少对非上市公司的研究。非上市公司数目众多，是中国经济的主体部分，因此对非上市公司的研究非常有必要。

为了补充现有研究的不足，本文以中国非上市和上市公司为研究对象，考察了负债对企业投资扭曲的影响。本文将企业细分成了央企、省企、县企和其他企业四类以研究负债对不同类型企业投资行为的影响。

通过对比研究，发现负债对非上市和上市公司中的投资扭曲的作用有显著的区别。在非上市公司中，短期负债仅对县企有显著的治理作用，对其他三类企业则没有显著的影响；长期负债对投资扭曲的负面影响在央企、省企和县企中都相当显著，仅在其他类型的企业中有一定的正面作用。总体而言，负债的恶化作用在非上市公司中占了主导地位。

在上市公司中，短期负债对不同类型的企业都有较为显著的治理效果；长期负债则与投资扭曲存在着正相关关系，该作用在四类企业中没有显著的差别。与非上市公司不同的是，短期负债的积极作用超过了长期负债的负面作用，使得负债在总体上能够抑制上市公司的投资扭曲行为。这一结论在稳健性检验中也得到了验证。

**关键词：** 负债；所有权性质；企业投资行为

## Abstract

The relation between leverage and investment is a central issue in corporate finance research. Researchers found that leverage may both deteriorate investment distortion and alleviate it as a governance mechanism. Chinese scholars have also done relative researches in this field. However, their data are obsolete, and they didn't make a strict distinction between different types of companies. Another important shortcoming is that their researches are mainly focused on listed companies. Unlisted companies is an important part of Chinese economy, with an enormous amount. To supplement concurrent researches, this article investigates leverage's effects on both listed and unlisted companies' investment.

Besides, we divide companies into companies owned by central government companies, provincial government owned companies, companies owned by county government and else.

Our research finds that leverage has very different effects on investment for listed and unlisted companies. For unlisted companies, short term leverage has an governance effect only on companies owned by county government; long term leverage has an obvious negative effects on all three types of SOEs' investment. In general, leverage is positively related to investment distortion for unlisted companies.

For listed companies, short term leverage has an obvious governance effects for all four types of companies. Long term leverage however has a positive relation with investment distortion. Different with listed companies, the governance effects overcome the negative effects of long term leverage. Thus in general, leverage can alleviate investment distortion for listed companies.

**Keywords:** leverage; ownership structure; investment

# 目 录

摘 要 .....	I
Abstract.....	II
目 录 .....	III
CONTENTS .....	V
第一章 引言 .....	1
第二章 文献综述 .....	3
2.1 代理问题与负债的治理作用 .....	3
2.2 股东——债权人冲突对投资行为的影响 .....	4
2.3 国内关于负债与投资行为的研究 .....	5
第三章 研究设计 .....	8
3.1 研究假设 .....	8
3.2 中国企业投资扭曲的度量 .....	9
3.3 回归模型设计 .....	10
3.4 样本选取和变量定义 .....	10
第四章 负债对中国企业投资行为的影响的结果分析.....	12
4.1 描述性统计 .....	12
4.2 有关投资扭曲的回归结果分析 .....	17
第五章. 稳健性检验 .....	29
第六章 结论 .....	41
6.1 主要研究发现 .....	41
6.2 研究局限.....	41
参考文献 .....	42

致 谢 .....	46
-----------	----

厦门大学博硕士论文摘要库

# CONTENTS

<b>Chinese Abstract .....</b>	<b>I</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>II</b>
<b>Chinese Contents.....</b>	<b>III</b>
<b>CONTENTS .....</b>	<b>V</b>
<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 2 Literature Review .....</b>	<b>3</b>
<b>2.1 Agency Problem and Leverage's effect.....</b>	<b>3</b>
<b>2.2 Effects of Stcokholder-Bondholders Conflict on Coporate Investment .....</b>	<b>4</b>
<b>2.3 Chinese researches on leverage and investemnt.....</b>	<b>5</b>
<b>Chapter 3 Research Design.....</b>	<b>8</b>
<b>3.1 Research Assumptions .....</b>	<b>8</b>
<b>3.2 Measurement of investment distortion .....</b>	<b>9</b>
<b>3.3 Design of Regression Model .....</b>	<b>10</b>
<b>3.4 Sample Selection and Varialbe Definition .....</b>	<b>10</b>
<b>Chapter 4 Analysis of Regression Outcome .....</b>	<b>12</b>
<b>4.1 Descriptive Statistics.....</b>	<b>12</b>
<b>4.2 Regression Results and Analysis .....</b>	<b>17</b>
<b>Chapter 5 Robustness Tests.....</b>	<b>29</b>
<b>Chapter 6 Conclusion .....</b>	<b>41</b>

<b>6.1 Main Findings .....</b>	<b>41</b>
<b>6.2 Limits .....</b>	<b>41</b>
<b>Reference .....</b>	<b>42</b>
<b>Acknowledgement.....</b>	<b>46</b>

厦门大学博士论文摘要库



## 第一章 引言

投资是企业日常决策中的一个重要部分，投资活动将公司所筹集的资金投入到项目中，以获取利润，因此，投资活动直接决定了未来现金流流入的水平，是企业生存和发展的关键。然而在现实中，有许多企业会发生投资不足或投资过度行为，本文统称为投资扭曲。

企业的资本结构（财务杠杆）对企业的投资行为产生怎样的影响一直是公司财务领域的一个核心问题。但这一问题的研究并没有得到较为一致的结论。

Modigliani 和 Miller [1]资本结构无关理论认为在完美的资本市场中，在企业不需要缴纳所得税，没有破产成本，投资者没有个人所得税，没有交易成本，借贷利率均为无风险利率，企业内外部成员对企业的经营信息一致，且企业的经营风险可以衡量等一系列假设下，企业的价值与资本结构无关，而是取决于按照与其风险程度相适应的预期收益率进行资本化的预期收益水平。也就是说，企业的价值只由投资活动所产生的现金流决定，而与融资的方式和组合无关。因而企业的融资决策与投资决策无关。

然而大量理论和实证文献挑战了这一经典理论。在一个存在不完全信息的经济中，由于管理者、股票所有者和债券持有者之间的利益冲突和代理问题，融资问题对企业的投资行为就会产生重要的影响。

在中国经济转型的背景下，企业投资行为和其影响因素的研究有重要理论和现实意义。本文以中国上市和非上市的企业为对象，并将企业细分为央企，省企县企和其他（私营和外资企业）四类，考察负债对中国企业的投资过度或投资不足行为有何影响。本文将投资国内学者也曾做过类似的研究，但多数是针对中国上市公司的，本文的样本不仅包含了中国上市公司，还包括了非上市公司的数据。此外，由于国有企业的不断改革，国有企业本身在行业分布，经营模式方面也在不断发生变化。因此，全面地考察负债在中国国有企业投资活动的影响还需详细考察央企，省企和县企等不同层级国有企业的差别。而国内在这方面的现有研究仍然比较欠缺。本文的主要贡献在于一方面弥补了非上市公司中负债对投资行为影响的研究不足。另一方面本文详细考察了负债对不同层级国有企业的投资行为

影响的差异，而这对评价和进一步指导国有企业改革有较为重要的指导意义。

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第二章 文献综述

主要有两种理论可以解释负债融资对企业投资行为的影响，一是负债的相机治理作用，该理论认为负债可以减轻股东——经理人冲突带来的投资扭曲。二是股东——债权人冲突对企业投资决策的影响。

### 2.1 代理问题与负债的治理作用

经营权和所有权的分离造成股东和经理人的利益冲突。Jensen 和 Meckling [2] 基于代理理论讨论了有关经理人的过度投资行为。经理人通常只持有公司一小部分的股本，因而不能获取全部的投资收益，而在投资活动中经理人却要付出所有的努力。经理人的所得和所付出的不均衡可能促使其做出诸如盲目扩大公司规模，公款消费等利己行为，伤害其他股东利益。与股东相比，经理更关心企业的规模问题。一般来说，规模高速扩张的企业，管理层升迁的机会更多，社会地位及所获得的各种货币、非货币收入也更高。经理持股、薪酬计划等机制并不足以使股东与经理的目标完全一致。Narayanan [3] 发现当经理人拥有信息优势，并为了快速建立其声誉、影响力和提高收入时，就有动机追求短期的高利润项目，而忽略那些长期的对股东更有利的项目，使得长期投资不足。Bebchuk、Stole [4] 发现信息不对称和短期目标不仅能导致投资不足，也有可能造成投资过度，取决于信息不完全的程度。Ulrike、Geoffrey [5] 认为，经理人的过度自信也会导致企业投资的失当。过度自信的经理人会高估投资项目的收益率，并认为外部融资过于昂贵。因此，经理人在内部现金流充足时就会过度投资，而在需要外部融资的情况下，就会减少投资。

Jensen [6] 基于委托代理理论的自由现金流假说解释了股东和经理人为掌握企业控制权造成的投资扭曲。由于公司控制权和所有权的分离，经理人拥有很高的控制权却只有少量的现金流权。当公司经营活动产生大量自由现金流时，两者对如何使用现金流存在很大的矛盾。经理人倾向于将大量现金用于扩大公司规模上，而不是将这些现金用于支付股利或回购债券，实际上就是通过牺牲股东的利益来增加自身财富。一般来说，公司规模越大，经理人的权力和报酬就越大。在

投资机会一定的前提下，公司盲目扩大规模的过程中，很可能就会投资于净现金流（NPV）为负的项目上，损害公司利益。另一方面，股东明白经理人会有这样动机，因此希望能减少经理人手中的现金流以防止经理人的无效投资行为。实证方面，Strong [7]、Myers [8]，Oliner、Rudebusch [9]等给出了有关自由现金流假说的实证研究。

Jensen [6]同时也指出，负债可以防止这种过度投资行为，降低股东——经理之间的代理成本，提高投资效率。负债的这种作用被称为负债的相机治理机制。负债之所以能够降低股东——经理冲突引起的代理成本，一方面是因为负债本金与利息的支付可以减少可供经理支配的现金，另一方面也是因为负债使经理面临更多的监控。如果企业不能按期偿还债务，则公司的控制权将归债权人所有。故此，一个高债务企业的经理就无法像低债务的企业的经理一样，可以在不影响自己的福利和权力的情况下减少股东的收益。Titman [10]，Heinkel 和 Zechner [11]，Stulz [12]对负债的相机治理作用进行了验证。

## 2.2 股东——债权人冲突对投资行为的影响

“资本结构之谜”是公司财务中的一个核心问题，而股东——债权人冲突对投资行为影响则是解释这一问题的重要理论分支。Fama和Miller [13]认为当企业发行风险负债时，能够使企业价值最大化的经营决策却并不一定能够同时使股东财富和债权人财富最大化。Jensen、Meckling [2]以及Myers [8]在对代理成本的研究中提出了股东——债权人冲突对投资行为的两大影响：资产替代与投资不足<sup>1</sup>。

Jensen和Meckling [2]认为，在负债占比较大的资本结构下，股东——经理将具有强烈的动机去从事那些风险较高，但一旦成功预期收益也非常高的投资。因为，如果这些投资成功，他将获得大部分收益，而若失败，则由债权人承担大部分成本。Myers [8]则认为，当经理与股东利益一致时，虽然有些投资能够增加企业市场价值，但预期的收益大部分属于债权人，经理人将会拒绝这样的投资。因此，负债削弱了企业对好项目进行投资的积极性，降低了企业的市场价值。

<sup>1</sup> 资产替代指股东在企业债务融资后，将负债资金投资于预期高风险、高收益的项目，而放弃预期低风险、低收益的投资项目；投资不足则指当投资净现值大于零，但等于甚至小于企业负债时，若股东实施该项目，投资授予全部归债权人所有，因此股东从自身利益出发会放弃该项目。

Smith、Warner [14]也认为,如果经理代表股东的利益,则发行风险债券企业的经理有动力设计那些有利于股东,却有可能损害债权人利益的经营策略和财务结构。他们将股东与债权人之间的冲突归纳为四种来源:股利支付、求偿权稀释、资产替代以及投资不足。

进入20世纪80年代后,关于股东——债权人冲突的研究更为深入。不过,由于负债代理成本不易量化,检验股东——债权人冲突对投资行为影响的实证研究相对较少。Parrino和Weisbach [15]运用数值模拟方法验证了股东——债权人冲突引起的投资歪曲行为。他们发现,股东——债权人利益冲突确实存在,而且这种冲突随企业负债水平的上升而加剧。此外,债务期限、项目现金流与企业现金流的相关性、项目大小、企业所得税、行业等因素也影响股东——债权人冲突的大小。

Nini [16]等提供了股东——债权人冲突对企业投资政策产生重要影响的新的实证证据。他们考察了一个较大的银行与企业信贷合约样本,发现在这些合约中32%存在明确的资本支出约束。债权人在债务人的贷款质量下降时更倾向于指定这种资本支出约束。这种资本约束造成企业投资的下降,并且受到资本支出约束后的企业在接下来的运营和市场表现上会提高。

## 2.3 国内关于负债与投资行为的研究

在我国,很多企业投资行为的研究都是基于投资——现金流的敏感性展开的。冯巍 [17]以中国A股市场1995——1997年的135家上市公司为样本,发现企业内部现金流量是企业投资决定的重要影响因素,当企业面临融资约束时这种影响则尤为显著,公司财务状在宏观经济因素之外是影响企业投资行为的另一个渠道。郑江淮等认为企业投资的融资约束程度取决于资金供需双方的信息不对称程度。随着信息不对称状况得到改善,投资机会增加,企业投资受到的外源融资约束程度降低,同时也降低内源融资能力的依赖程度。张翼、李辰(2005)利用股权结构,对1998——2001年上市公司的投资——现金流敏感性进行实证分析,发现在地方政府或一般国企最终控制的公司,随着第一大股东持股比例的增加,投资对现金流的敏感性下降,支持了过度投资与自由现金流假说;而在中央部委、境内非国有实体和自然人最终控制的公司,没有发现过度投资与自由现金流问题。

连玉君, 程建 [18]在控制托宾Q值衡量偏差的前提下, 重新审视了中国上市公司的投资——现金流敏感性问题, 发现融资约束程度轻的公司反而表现出更强的投资——现金流敏感性, 融资约束程度轻的公司倾向于过度投资, 代理问题是导致现金流敏感性的主要原因, 而融资约束较为严重的公司则表现为投资不足, 信息不对称是导致现金流敏感性的主要原因。徐晓东, 张天西 [19]检验了我国资本市场上自由现金流与非效率投资之间的关系, 以及代理问题和信息对称问题对两者关系的影响。他们发现, 在企业投资过度的情况下, 自由现金流越多、代理问题越大的企业过度投资的情况越严重, 在企业投资不足的情况下, 与融资约束的解释一致, 外部融资的缺口越大, 信息不对称程度越严重的企业呈现出更为严重的投资不足。这与代理问题的解释一致。

国内学者对债务杠杆和投资关系的研究特别重视国有经济和民营经济之间的不同。这与我国当前的经济结构密切相关。国有经济在国民经济中占有重要地位, 而且很多国有经济垄断了一些关键的领域和行业, 并获取高额的垄断利润。因此, 大型国有企业比民营企业的债务融资成本要低的多, 融资约束也小的多。因此, 按照之前的分析, 国有企业更有可能出现过度投资和投资扭曲。

辛清泉, 林斌 [20]的研究发现, 整体上企业投资支出同债务杠杆呈负相关。但在国有绝对控股的上市公司中, 企业投资支出对于负债水平并不敏感。企业投资支出对债务杠杆的敏感度随着国有股权比例的上升逐渐下降。他们认为政府对国有企业和国有商业银行同时实施的双重预算软约束是导致国有企业投资扭曲和债务治理机制失效的重要原因。童盼、陆正飞 [21]的实证结果表明, 负债比例越高的企业, 企业投资规模越小。两者之间的相关程度受新增投资项目风险与投资新项目前企业风险大小关系的影响。他们的研究还发现商业信用的债权人与银行借款相比对企业的约束相对较少。商业信用债权人的利益更易受到股东扭曲投资的损害。伍利娜, 陆正飞 [22]采取实验研究方法发现, 资产负债率与投资不足及过度投资行为均存在正相关关系。企业的盈利状况越差, 越会加剧这种投资不足和过度投资行为。

国内学者对资本结构和投资行为关系的研究普遍注意到政府以及国有股对企业融资和投资行为的影响, 这与美国等发达国家对资本结构与投资行为关系研究不同。这反映了我国经济的一个特定背景, 即所谓的政府主导经济, 产权改革

尚未彻底完成,企业不能完全按照市场的逻辑行为。银行债权人和上市公司股东间的关系是一个集中的体现。由于股东与银行的产权结构的同质性造成我国上市公司股东侵害银行这个主要债权人利益的现象普遍存在。我国上市公司多由国有企业改制而来,国有股多居于控股地位。虽然近几年上市公司中国有股的比重有所下降,但总体而言依然很高。与此同时,由于国有银行产权改革滞后,银行与工商企业并未完全建立起相互选择、平等互利的关系。政府在相当程度上在干预银行与企业的交易活动。进一步改变企业与银行产权结构单一的现状,通过产权结构的多元化,逐步降低银企产权的同质性程度,从而逐渐加强银行债权人对企业约束是解决上市公司股东对银行利益的侵害问题的重要途径。

国内虽然存在较多负债与投资行为关系的研究,但直接考察负债对企业投资扭曲的作用的文献却较少,而已有的研究时效性也相当有限。虽然国内研究关注了国有企业和非国有企业的差别,但是这种分类相当粗糙,事实上,国企间也许多的差别,如不同类型国企的经理人的利益诉求可能不同,因而股东-经理人的利益矛盾并非一样,又或不同等级的国企享受的预算软约束程度也大相径庭,因此,还需要进一步细化企业的分类。而现有研究另一个重要不足就是缺乏对非上市公司的研究,非上市公司数目众多,是中国经济的主体部分,上市公司仅是中国企业中的一类特殊群体,上市公司的研究仅能起到借鉴作用,却难以代表中国的整体情况,因此,将非上市公司纳入研究范围具有重要的理论和现实意义。

综上,为了弥补以往研究的不足,本文以中国非上市和上市公司为研究对象,考察负债对企业投资扭曲的影响。本文将企业细分成了央企、省企、县企和其他四类以研究负债对不同类型企业投资行为的影响。

## 第三章 研究设计

### 3.1 研究假设

**假设1：**短期负债比长期负债更可能表现出治理作用，长期负债比短期负债更可能加剧企业的投资扭曲。

短期负债跟长期负债相比，由于还款周期较短，为企业带来的压力和约束也更多，企业为了短期债务需要准备足够的流动资金，因此减少了经理人可使用的现金流，另外，经理人在利用短期负债投资时应该更加谨慎和理性。因此，短期负债更有可能表现出治理作用。

长期负债的期限较长，企业还债的压力相对较小，对企业的约束作用相对短期债务较弱，企业可能有动机利用长期债务去投资预期现金流很大但风险很高的项目，一旦成功后可以获得巨大收益，而即使失败也有较长的时间周转资金。因此，长期负债比短期负债更可能加剧企业的投资扭曲。

**假设2：**负债更可能在上市公司中发挥治理作用。

非上市公司和上市公司所面临的监管环境差别较大。上市公司受到的监管比非上市公司严格许多，而且中国还在不断加强和规范对上市公司的监管。同时，上市公司要披露的信息远远超过非上市公司，这些都有利于债权人从更多的渠道了解企业的信息和监督企业的债务使用，企业产生资产替代等行为的可能性下降。因此，负债更有机会在上市公司中发挥治理作用。

**假设3：**负债在央企和省企中更可能恶化投资扭曲，而在县企和其他企业中更可能发挥治理作用。

本文根据企业的所有权性质将企业分为央企，省企，县企和其他四类。中央企业是指由中央政府监督管理的国有企业；地方企业则是由地方政府监督管理的国有企业，地方企业按行政级别能再划分为省企和县企；其他则包括了民营企业 and 外资企业，其中民营企业指在中国境内除国有企业、国有资产控股企业和外商投资企业以外的所有企业，包括个人独资企业、合伙制企业、有限责任公司和股份有限公司，外资企业是指依照中华人民共和国法律的规定，在中国境内设立的，



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库